

(MUA; Giá mục tiêu: VND34.600)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu DRC với **giá mục tiêu VND 34.600** trên cơ sở (i) (i) nhu cầu sử dụng lốp radial ngày càng tăng trong tương lai, (ii) Nhà máy Radial GĐ1 không còn trích khấu hao từ 2021, và (iii) nhu cầu tiêu thụ xe trong nước tăng trở lại nhờ chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ đối với xe lắp ráp trong nước.

Thông tin cập nhật

- **Lãi ròng 1H2021 tăng ~100% so với mức nền thấp cùng kỳ**, đạt tương ứng 170 tỷ đồng. KQKD khả quan đạt được nhờ (i) sản lượng tiêu thụ tăng mạnh với động lực chính đến từ hoạt động xuất khẩu, (ii) CP nguyên vật liệu tăng khiến giá bán bình quân tăng, (iii) chi phí khấu hao giảm mạnh do phần lớn máy móc thiết bị của nhà máy Radial GĐ1 đã hết khấu hao từ Q4 2020, (iv) chi phí lãi vay giảm mạnh trong khi lãi tiền gửi tăng khá nhờ nguồn tiền dồi dào hơn.

Xuất khẩu lốp radial tiếp tục chiếm tỷ trọng cao trong khi xuất khẩu lốp bias chứng kiến tăng mạnh so với cùng kỳ nhờ DRC đã tiếp cận thành công thị trường ngành nông nghiệp & công trình tại Mỹ.

- **Chủ trương đầu tư mở rộng nhà máy Radial GĐ3.** Dự án có tổng mức đầu tư dự kiến 830 tỷ đồng, thực hiện xây dựng trong thời gian từ Q4 2021 đến Q2 2024. Với công suất GĐ3 400.000 lốp/năm, tổng công suất sản xuất Radial của DRC sẽ đạt 1 triệu lốp/năm sau khi dự án hoàn thành. Dự kiến dự án này sẽ được tài trợ bằng 40% vốn chủ sở hữu và 60% vốn vay.

- **Sản lượng tiêu thụ xe ô tô tại Mỹ chứng kiến tăng khá trong 1 năm trở lại đây** khi dịch Covid-19 dần được kiểm soát tại quốc gia này nhờ chương trình tiêm chủng vaccine phòng Covid-19. DRC hiện đang xuất khẩu 13.000 – 15.000 lốp radial/tháng sang Mỹ và dự kiến sẽ tăng lên hơn 20.000 lốp/tháng trong thời gian tới.

- **Biến động giá nguyên vật liệu (cao su, than...) và giá cước vận chuyển cao ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của hầu hết các DN sản xuất săm lốp**, đặc biệt trong 2 quý cuối năm mặc dù các DN áp dụng tăng giá bán để bù đắp phần chi phí tăng của nguyên vật liệu.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu DRC vào khoảng VND34.600** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền.



Ngày báo cáo	30/07/2021
Giá hiện tại	VND 29.950
Giá mục tiêu	VND 34.600
Upside	15,6%
Vốn hóa thị trường	3.558 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 14.200 - VND 32.200
KLGD bình quân (CP)	1.997.520 Cp
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49,00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	6,91%

Đơn vị: Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	3.858	3.647	4.238	4.564
<i>Tăng trưởng n/n</i>	<i>8,6%</i>	<i>-5,5%</i>	<i>16,2%</i>	<i>7,7%</i>
Biên LN gộp	14,8%	16,4%	18,4%	18,3%
LNTT	313	321	429	468
Lãi ròng	250	257	353	385
<i>Tăng trưởng n/n</i>	<i>78%</i>	<i>3%</i>	<i>38%</i>	<i>9%</i>
EPS (basic) (VND)	2.104	1.940	2.894	3.142
P/E	14,0x	13,7x	11,9x	

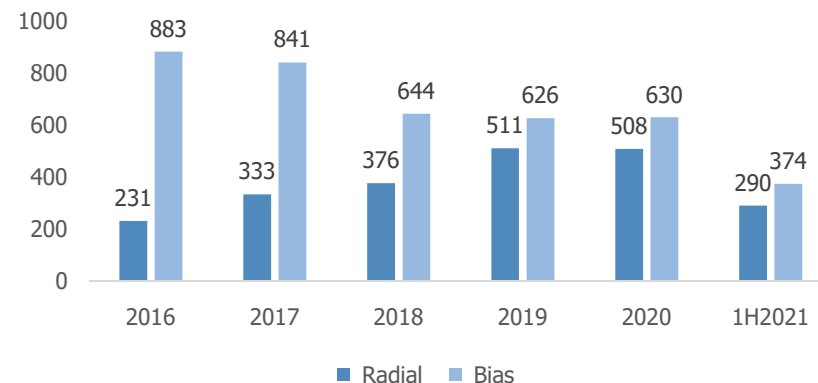
(Nguồn: MBS Research)

(MUA; Giá mục tiêu: VND34.600)

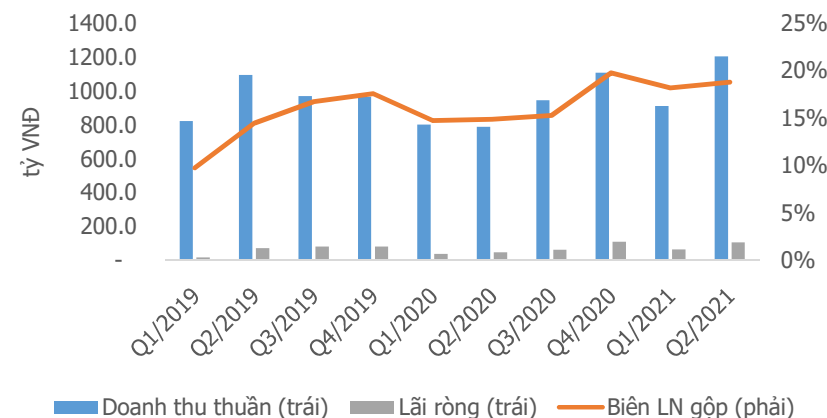
Kết quả kinh doanh nửa đầu năm tăng trưởng mạnh...

- **Lãi ròng 1H2021 tăng ~100% so với mức nền thấp cùng kỳ**, đạt tương ứng 170 tỷ đồng. KQKD khả quan đạt được nhờ (i) sản lượng tiêu thụ tăng mạnh với động lực chính đến từ hoạt động xuất khẩu, (ii) CP nguyên vật liệu tăng khiến giá bán bình quân tăng, (iii) chi phí khấu hao giảm mạnh do phần lớn máy móc thiết bị của nhà máy Radial GĐ1 đã hết khấu hao từ Q4 2020, (iv) chi phí lãi vay giảm mạnh trong khi lãi tiền gửi tăng khá nhờ nguồn tiền dồi dào hơn. **Biên LN gộp trong nửa đầu năm đạt 18,5%, cao hơn mức 14,8% của năm ngoái. Chúng tôi lưu ý rằng tác động từ giảm khấu hao của nhà máy Radial GĐ1 sẽ không còn phản ánh rõ nét tới sự cải thiện của biên LN gộp trong 2 quý cuối năm, đặc biệt trong Q4 2021.**
- **Cả 2 nhà máy radial đều hoạt động hết công suất trong kỳ.** Sản lượng tiêu thụ lốp radial trong nửa đầu năm chứng kiến tăng 42,7% n/n, trong khi lốp bias tăng 36,9% n/n, đạt tương ứng ~290 nghìn lốp và 374 nghìn lốp. Trong đó, riêng Q2 2021, hai dòng sản phẩm này tăng 66,7% và 45,7% so với cùng kỳ.
- **Xuất khẩu lốp radial chiếm tỷ trọng cao.** DRC cho biết xuất khẩu lốp radial sang các thị trường xuất khẩu chính của doanh nghiệp tiếp tục tăng mạnh và chiếm tỷ trọng cao trong tổng sản lượng lốp tiêu thụ. Cụ thể, sản lượng XK trong Q2 2021 đạt ~128 nghìn lốp, tăng ~80% n/n, lũy kế 1H2021 đạt >220 nghìn lốp, tăng 48,6% n/n, tương ứng lần 78% và 76% tổng sản lượng tiêu thụ lốp radial trong kỳ, cao hơn mức 73% của năm ngoái.
- **Xuất khẩu lốp bias chứng kiến tăng mạnh so với cùng kỳ.** Sản lượng xuất khẩu lốp bias tăng mạnh 160% n/n trong Q2 2021 và 103% n/n trong 1H2021, tương ứng tỷ trọng xuất khẩu đạt 36%-37% sản lượng tiêu thụ lốp bias, cao hơn mức 21-24% của năm ngoái. Mức tăng trưởng đột biến đối với sản phẩm này là nhờ DRC đã tiếp cận thành công thị trường ngách nông nghiệp & công trình tại Mỹ. Trong bối cảnh nguồn cung lốp bias giảm nhanh hơn nhu cầu, DRC đang có lợi thế khi các nhà máy sản xuất lốp bias đã khấu hao hết, giúp giảm chi phí sản xuất. DN cho biết sẽ thúc đẩy tăng thị phần xuất khẩu lốp bias hơn nữa, đặc biệt đối với các nước có cơ sở hạ tầng kém phát triển như Trung Đông, Myanmar và Lào.
- **Đặt kế hoạch tỷ đồng LNTT trong Q3 2021.** DRC lên kế hoạch đạt 1.077 tỷ đồng doanh thu và 95 tỷ đồng LNTT trong Q3 2021, tăng trưởng ứng 14% và 24% so với cùng kỳ.

Sản lượng tiêu thụ lốp Radial & Bias của DRC (nghìn chiếc)



Biến động KQKD DRC theo quý



(Nguồn: DRC)

(MUA; Giá mục tiêu: VND34.600)

... với động lực chính đến từ thị trường xuất khẩu

- **Sản lượng tiêu thụ xe ô tô tại Mỹ chứng kiến tăng khá trong 1 năm trở lại đây** khi dịch Covid-19 dần được kiểm soát tại quốc gia này nhờ chương trình tiêm chủng vaccine phòng Covid-19. Bên cạnh đó, nhu cầu mua xe trong cư dân được đẩy mạnh nhờ (i) lãi suất thấp, (ii) các gói kích thích tăng trưởng kinh tế, và (iii) xu hướng sử dụng phương tiện cá nhân gia tăng.

Cụ thể, trong Q1 và Q2 2021, sản lượng tiêu thụ xe đã tăng lần lượt 12% và 47% so với cùng kỳ. Lũy kế nửa đầu năm, sản lượng tiêu thụ xe tại Mỹ tăng 28% n/n.

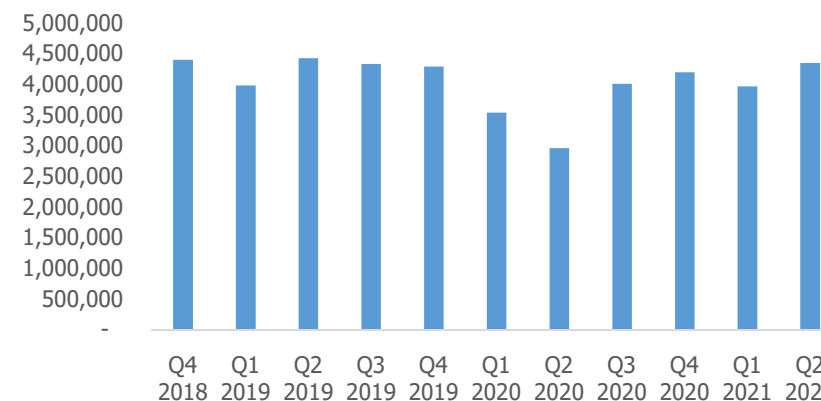
DRC hiện đang xuất khẩu 13.000 – 15.000 lốp radial/tháng sang Mỹ và dự kiến sẽ tăng lên hơn 20.000 lốp/tháng trong thời gian tới.

- **Chính sách áp thuế tại các thị trường xuất khẩu chính có lợi cho hoạt động xuất khẩu của DRC.** Trước thông tin Bộ Thương Mại Mỹ (DOC) áp thuế chống trợ cấp và chống bán phá giá cho các sản phẩm lốp xe Việt Nam (lốp bán thép, lốp tải nhẹ) xuất khẩu sang Mỹ lên đến 22,3%, DRC không bị ảnh hưởng bởi các sản phẩm của DN là lốp xe tải nặng Radial toàn thép, không có trong danh mục bị áp thuế.

Trong khi đó, tại Brazil, thị trường XK chính của DRC với tỷ trọng 60% doanh thu xuất khẩu, Doanh nghiệp đang được hưởng mức thuế nhập khẩu 0% vào quốc gia này trong khi các đối thủ cạnh tranh như Hàn Quốc, Nhật Bản, Nga, Thái Lan hay Trung Quốc vẫn đang phải chịu mức thuế chống bán phá giá cao đối với lốp Radial cho xe buýt và xe tải.

- **Biến động giá nguyên vật liệu (cao su, than...) và giá cước vận chuyển cao ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của hầu hết các DN sản xuất sản phẩm lốp.** Giá cao su tăng mạnh từ Q3 2020 và vẫn giữ ở mức cao tại thời điểm hiện tại trong khi cước vận chuyển vẫn ở mức cao trước tình trạng thiếu hụt container rỗng để xuất hàng sẽ khiến biên LN của các DN sản xuất sản phẩm lốp thấp hơn trong 2 quý cuối năm so với cùng kỳ mặc dù các DN áp dụng tăng giá bán để bù đắp phần chi phí tăng của nguyên vật liệu.

Lượng tiêu thụ xe ô tô tại Mỹ theo quý (chiếc)



Brazil áp dụng mức thuế bán phá giá đối với lốp Radial (USD/kg)

Việt Nam	Trung Quốc	Hàn Quốc	Nhật Bản	Thái Lan	Nga
0	1,12 - 2,59	0,14 - 2,56	4,05	1,32 - 1,35	0,72 - 1,1

(Nguồn: Goodcarbadcar, Globaltradealert)

(MUA; Giá mục tiêu: VND34.600)**Mô hình dự phóng**

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận 2021 của DRC đạt lần lượt 4.238 tỷ đồng và 353 tỷ đồng, tăng tương ứng 16,2% n/n và 38% n/n, dựa trên các giả định: (i) sản lượng tiêu thụ lốp radial tăng 18,5% n/n trong khi lốp bias tăng 10% trong bối cảnh nhu cầu hồi phục trên toàn cầu, (ii) giá bán bình quân tăng 2% n/n trước tình trạng tăng giá của hầu hết các nguyên vật liệu đầu vào, (iii) tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN / doanh thu thuần đạt khoảng 7,5%, cao hơn mức 6,2% của năm 2020 do giá cước vận chuyển tăng cao trong bối cảnh thiếu hụt container rỗng cho xuất khẩu, và (iv) lỗ ròng từ hoạt động tài chính giảm nhờ nguồn tiền mặt dồi dào hơn. Biên LN gộp bình quân ước đạt 18,4%, cao hơn mức 16,4% của năm ngoái chủ yếu nhờ không phải trích khấu hao từ nhà máy Radial giai đoạn 1.

Cho năm 2022, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh sẽ chứng kiến tăng nhẹ hơn so với kết quả dự phóng của năm 2021, tương ứng 7,7% doanh thu thuần và 9% lãi ròng khi (i) nhà máy Radial đã hoạt động hết công suất khiến sản lượng tiêu thụ lốp radial chỉ tăng 10% n/n, và (ii) cạnh tranh cao hơn đối với phân khúc lốp bias khiến giá bán đối với dòng sản phẩm này thấp hơn, biên LN gộp vì thế giảm nhẹ so với năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ SG&A/doanh thu sẽ thấp hơn trong năm 2022 khi giá cước vận chuyển dần trở lại trạng thái bình thường khi dịch bệnh được kiểm soát tốt hơn trên toàn thế giới.

Trong mô hình dự phóng, chúng tôi giả định nhà máy Radial GĐ3 sẽ đi vào hoạt động từ Q2 2024 và sẽ hoạt động >90% công suất trong năm 2025, kéo theo sản lượng sản xuất và tiêu thụ lốp radial tăng đáng kể trước nhu cầu sử dụng cao đối với dòng sản phẩm này. Chi phí lãi vay sẽ tăng dần khi hoạt động xây dựng nhà máy được thực hiện.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu 12 tháng của cổ phiếu DRC vào khoảng VND34.600** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 11 lần (theo EPS 2022F khoảng VND3.142).

Dự phóng sản lượng tiêu thụ

	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
Lốp Radial						
Sản lượng tiêu thụ	333.479	375.610	511.005	508.197	602.213	662.435
Tăng trưởng	44,6%	12,6%	36,0%	-0,5%	18,5%	10,0%
Lốp Bias						
Sản lượng tiêu thụ	841.046	644.024	625.896	630.015	693.017	727.667
Tăng trưởng	-4,7%	-23,4%	-2,8%	0,7%	10,0%	5,0%

(Nguồn: DRC, MBS Research)

Liên hệ Khối Nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ -15% đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Quận Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 - Fax: + 84 24 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

Hotline: **+84 24 3755 6688**